



CIRIEC-España, Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa, nº 89, Abril 2017, pp. 137-166

La cuestión del género en los órganos de gobierno de la banca cooperativa

Ricardo Palomo-Zurdo

Universidad CEU San Pablo

Milagros Gutiérrez-Fernández

Yakira Fernández-Torres

Universidad de Extremadura

Cómo citar este artículo: PALOMO-ZURDO, R., GUTIÉRREZ-FERNÁNDEZ, M. & FERNÁNDEZ-TORRES, Y. (2017): "La cuestión del género en los órganos de gobierno de la banca cooperativa", *CIRIEC-España, Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa*, 89, 137-166.

How to cite this article: PALOMO-ZURDO, R., GUTIÉRREZ-FERNÁNDEZ, M. & FERNÁNDEZ-TORRES, Y. (2017): "The gender issue at the boards of directors of co-operative banks", *CIRIEC-España, Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa*, 89, 137-166.

CIRIEC-España, revista de economía pública, social y cooperativa
ISSN edición impresa: 0213-8093. ISSN edición online: 1989-6816.

© 2017 CIRIEC-España

www.ciriec.es

www.ciriec-revistaeconomia.es

La cuestión del género en los órganos de gobierno de la banca cooperativa

Ricardo Palomo-Zurdo
Milagros Gutiérrez-Fernández
Yakira Fernández-Torres

RESUMEN: *Si bien el talento directivo no es, o no debería ser, una cuestión vinculada al género, es notoria la menor representación que tienen las mujeres en los máximos órganos de gobierno de las compañías. Lograr una adecuada diversidad de género en los Consejos de Administración no constituye sólo un desafío en el plano de la ética, de la política y de la responsabilidad social corporativa; puede ser también un objetivo de eficiencia cuya veracidad conviene analizar. Partiendo de esta premisa, este trabajo analiza si un incremento de la presencia femenina en los Consejos de Administración de las cooperativas de crédito españolas conduce a una mejora de su rentabilidad económica (RoA). Las entidades analizadas forman parte del sector bancario, pero se caracterizan por tratarse de entidades financieras sin cotización en bolsa y muy homogéneas en su modelo de negocio, tanto por su carácter territorial como por el modelo de banca minorista. La metodología aplicada se fundamenta en el Método Generalizado de los Momentos (MGM), empleado para la estimación de una ecuación lineal dinámica con un panel compuesto de 78 entidades durante el 2000-2014. Los resultados obtenidos muestran la importancia del género para explicar la rentabilidad de estas entidades, influencia que estaría condicionada al ciclo económico, la cual puede producirse tanto de manera directa como indirecta, dándose en esta última evidencias positivas y negativas, indicando que el papel de la mujer varía según el canal de acción de que se trate.*

PALABRAS CLAVE: Gobierno Corporativo, Género, Banca Cooperativa, Rentabilidad Económica (RoA), Economía Social.

CLAVES ECONLIT: J16, M14, P13.

Cómo citar este artículo / How to cite this article: PALOMO-ZURDO, R., GUTIÉRREZ-FERNÁNDEZ, M. & FERNÁNDEZ-TORRES, Y. (2017): "La cuestión del género en los órganos de gobierno de la banca cooperativa", *CIRIEC-España, Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa*, 89, 137-166.

Correspondencia: Ricardo Palomo Zurdo, Catedrático de Universidad, Departamento de Economía Financiera y Contabilidad, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad CEU San Pablo, palzur@ceu.es; Milagros Gutiérrez Fernández, Profesor Contratado Doctor, Departamento de Economía Financiera y Contabilidad, Facultad de Empresa, Finanzas y Turismo, Universidad de Extremadura, mgutierrezf@unex.es, y Yakira Fernández Torres, Profesor Doctor, Departamento de Economía Financiera y Contabilidad, Facultad de Empresa, Finanzas y Turismo, Universidad de Extremadura, yakiraft@unex.es.

EXPANDED ABSTRACT

The gender issue at the boards of directors of co-operative banks

Objectives

Even though management talent is not, or should not be, a gender-related question, the smaller representation that women have in the executive governing bodies of companies is a well-known fact. Achieving adequate gender diversity on corporate boards does not only constitute a challenge on a level of ethics, policy and corporate social responsibility, it can also be an objective of efficiency, the veracity of which should be examined.

Starting from this point of view, the aim of this work is to analyze if an increase in the feminine presence in the Boards of Management of companies leads to an improvement of its economic profitability (measured by the Rentability over Assets -RoA-). Specifically, for this research, we have opted for a sectoral analysis of credit cooperatives, which have been expressly elected for being non-listed financial entities, as well as being very homogeneous in their business model, both for its territorial nature and for the retail banking model implemented. Additionally these entities incorporate the cooperative principles as a differentiating element of its corporate culture.

The intention is not to analyze the possible barriers that currently exist for the promotion of women to managerial positions, since they have already been included in several studies that analyze this issue, including the case of Spain (Ribas and Sajardo, 2005; Mateos et. al., 2010; Esteban, 2013). On the contrary, we want to know to which extent gender diversity affects the performance of credit unions both as companies and as financial institutions.

Methodological approach

The methodology that has been applied is based on the Generalized Method of Moments (GMM), used for the estimation of a dynamic linear equation with a panel composed of 78 entities during the period 2000-2014. This has been using the best source of public data of the sector; the Spanish Association of Credit Unions (UNACC).

The dependent variable in the model is the economic profitability or rentability over assets (RoA), being the independent variables two measures of gender (proportion of female counselors and gender diversity on boards) and several main indicators of the economic and financial structure of the entities (efficiency, financial profitability, leverage, financial gap and solvency). Firstly, to run the analysis, the independent variables have been included on an individual basis, and then the impact of those rela-

ted to gender through their interaction with the remaining independent variables, differentiating in both cases the effect according to the economic cycle.

Results/Implications/Limitations

The results obtained show the low female presence in the councils of the credit unions, since, on average, the proportion of female counselors reaches only 7.7% of the total membership, all of which explains the low value of the average Arithmetic of the Blau index (0,12), since these are not diversified Councils. Therefore, these results confirm that Spanish credit cooperatives have a gender gap even greater than the listed companies, both from Spain (13% in 2014) and from Europe (21% in 2015), according to the Spencer Stuart Board of Directors' Index (2015) and the European Commission (2016), respectively, which may be explained by the lack of regulation on mandatory gender quotas in their Boards.

The results also indicate that the existence of a greater proportion of women on the boards of these entities contributed positively to improving their rentability over assets (RoA) through increased rentability over equity (RoE) and financial leverage. However, during the period of economic crisis (from 2008 to 2014) for each percentage point that the proportion of women in the council increased, the rentability over assets (RoA) was reduced by 2.39%, the rest of the variables remaining constant.

The analysis of the research hypotheses allows us to observe, firstly, that the gender diversity in the Boards of Directors of the credit cooperatives analyzed is an important element to be taken into account in explaining the evolution of their rentability over assets (RoA), as well as through other economic-financial magnitudes, such as financial profitability, leverage or efficiency (H1 hypothesis). Secondly, the results obtained show that the effect of gender on the rentability over assets (RoA) has been subordinated to the existing economic cycle, since a negative impact is shown directly from 2008 onwards. Indirectly, through financial profitability and efficiency, the role of women has gone from being positive to zero or negative after the beginning of the crisis, depending on the proportion of women or gender diversity, respectively, as well as through the financial gap, therefore the negative effect (H2 hypothesis) becomes more intense.

Conclusions/Findings

As a main conclusion, it is possible to emphasize that the economic crisis has conditioned both the direct impact of the analyzed variables and the indirect one of gender in profitability. Thus, when we analyze the direct effect of women on the rentability over assets (RoA), we can see that the relationship between women and men is null or negative depending on the economic cycle, while the impact is both positive and negative, depending on the indirect approach used.

This study has tried to fill a gap in the literature that analyzes the effect of gender on business profitability, such as the analysis in a sector of unlisted companies and for a broad period of time, which allows to contemplate different scenarios according to the economic cycle. In order to do this, a dyna-

mic linear equation has been estimated by working with a panel of 78 Spanish cooperative credit institutions during the period 2000-2014 using the MGM. By doing this, it has been possible to measure both the direct impact of the proportion of women counselors and gender heterogeneity in the rentability over assets (RoA), as well as the consequences of the interaction with other variables, differentiating in both cases, whether this effect has been conditioned to the financial crisis in Spain (2008-2014).

A further improvement of this research could be a qualitative aspect of a more difficult measurement that can be approached with a different methodology, analyzing the capacity of influence on the decisions that each woman can have on the rest of the members of the board in relation with deliberations and decision-making. This problem statement would mean focusing in the analysis of female leadership that can help understand the results obtained in this work, since the numerical increase in the number of women in boards cannot provide differentiation if they do not exercise the appropriate leadership in boards, that are generally composed of an average of 10 to 12 members.

This study has been conditioned by a series of limitations, among which, fundamentally, are the non-possession and inclusion of data and valuations on certain characteristics that can be conditioned to the effect of gender on business performance, such as the characteristics of governance and the type of tasks performed by women on the boards.

From another point of view, due to the fact that credit unions have a social purpose, it should be of interest to analyze other aspects of governance that allow studying not only the impact of women on the economic profitability of this entities, but also the possible effect that they may have in their social profitability, all of which stands as future lines of research.

KEYWORDS: Board of directors, Gender, Co-operative Banks, Profitability, Social Economy.

1.- Introducción*

Este estudio se centra en la creciente atención que recibe el papel que tiene la mujer en los Consejos de Administración a raíz de la progresiva incorporación de la mujer al mundo laboral, y especialmente como consecuencia de la propuesta legislativa presentada el 14 de noviembre de 2012 por la Comisión Europea para lograr romper con el “techo de cristal” en las empresas europeas¹, tras la que han proliferado leyes de igualdad de género en numerosos países, entre los que se incluye España². No obstante, y a pesar de la presión ejercida desde los gobiernos, la representación de la mujer en los Consejos de Administración sigue siendo muy inferior a su correspondiente presencia en el mercado de trabajo. Esto puede tener dos tipos de explicaciones principales: por el lado de la oferta, los efectos derivados de posibles consideraciones en las decisiones de las mujeres en términos de su elección de la actividad en el mercado laboral, la inversión en capital humano y el resultado de la trayectoria profesional, como consecuencia de lo cual hay un número limitado de mujeres que puedan reunir los requisitos para integrarse en los Consejos de Administración (Bygren y Gähler, 2012; Gregory-Smith et al., 2014); y, por el lado de la demanda, la argumentación de que hay barreras discriminatorias en las empresas que inhiben la progresión de la mujer en la “escalera” corporativa; dificultades o trabas que han sido bautizadas como techo de cristal (Morrison et al., 1987; Powell y Butterfield, 1994).

El objetivo de este trabajo no es analizar dichas causas ni estudiar las posibles barreras que existen en la actualidad para el ascenso de la mujer a puestos directivos, pues ya han quedado recogidos en múltiples estudios que analizan dicha cuestión, incluido el caso de España (Ribas y Sajardo, 2005; Mateos et al, 2010; Esteban, 2013). Más bien, lo que se pretende es precisar en qué medida afecta la diversidad de género y la presencia femenina en los Consejos de Administración a los resultados de la gestión y la rentabilidad económica de la empresa, tanto desde una perspectiva directa como indirecta a través de varios canales, así como si tal efecto estaría condicionado o no a la crisis financiera.

La mayor parte de las investigaciones que han tratado de valorar la relación existente entre ambas variables se han realizado sobre empresas cotizadas en Bolsa o sobre pequeñas muestras de grandes empresas (Carter et al., 2003; Farrell y Hersch, 2005; Adams y Ferreira, 2009; Mateos et al., 2010; Reguera-Alvarado et al., 2015; Gordini y Rancati, 2017). El presente trabajo se diferencia de los ante-

**Los autores manifiestan que han contribuido de manera igualitaria en la realización del artículo, vinculado al proyecto de investigación USPBS-PPC25/2014 sobre el Impacto social de la reestructuración del sector bancario español, así como a la Cátedra “José Barea” de Hacienda Pública y Economía Social, del Instituto de Estudios Fiscales del Ministerio de Hacienda y AAPP.*

1.- La Directiva propuesta establece un objetivo de un 40 % de presencia del género menos representado entre los administradores no ejecutivos de empresas cotizadas en Bolsa, exceptuadas las pequeñas y medianas empresas.

2.- En el caso de España, la ley 3/2007, de 22 de marzo, para la igualdad efectiva de mujeres y hombres, pretendía alcanzar dicha cuota para el año 2015, mediante incentivos a las empresas que la cumplan.

riores al centrarse en un sector de empresas no cotizadas y por tanto no sometidas a regulaciones de género, por lo que son un interesante objeto de estudio. A su vez, existe evidencia de que las cooperativas de crédito, figura que conforma la muestra de este trabajo, presentan características organizativas y de funcionamiento que podrían resultar favorables a la igualdad de género (Esteban et al., 2016). Además, estas entidades de crédito, componentes de la Economía Social, se caracterizan por tener una serie de principios cooperativos (ICA, 2015) y unas particularidades empresariales entre las que destacan: tener un modelo de negocio homogéneo y comparable en banca minorista; actuar en ámbitos territoriales determinados; y orientar su actividad al servicio de sus socios, lo que supone una fuerte implicación de su base societaria en la toma de decisiones. Dichas características facilitan a las mujeres el logro de sus metas y su ascenso en la escalera corporativa (Mateos et al., 2009).

En adición, aunque en un estudio llevado a cabo con 30 cooperativas de crédito en España ya se llamó la atención sobre la tan ínfima representación femenina en sus Consejos Rectores, muy por debajo de la proporción de trabajadoras de la plantilla (Chaves y Soler, 2004); con este trabajo se aborda, a nuestro saber, la primera investigación en materia de género desarrollada en el ámbito de las cooperativas de crédito españolas que contempla tan amplio período temporal (2000-2014), durante el cual han acontecido un ciclo económico expansivo y otro recesivo que ha ocasionado una profunda transformación del sector. A pesar de tales retos planteados, en gran parte de ese período de crisis reciente, las cooperativas han sido las empresas más resistentes en términos de empleo y mortalidad empresarial en España, lo que demuestra su importante papel en tiempos adversos (Sanchis-Palacio et al., 2015); algo que también se confirma si nos ceñimos al ámbito de las entidades de crédito, ya que las cooperativas de crédito han esquivado mejor que el resto las dificultades acaecidas (Vargas, 2015). Por último, cabe destacar que la mayor parte de estudios previos se centra en la relación directa entre las variables, mientras que en esta investigación se analizan también posibles canales de acción indirecta.

Para dar cumplimiento a los objetivos perseguidos, se estimará una ecuación lineal dinámica con un panel de 78 entidades mediante el MGM (Arellano y Bover, 1995; Blundell y Bond, 1998). La variable dependiente será la rentabilidad económica (RoA), utilizando como explicativas dos medidas de género (proporción de mujeres consejeras y diversidad de género) y una serie de indicadores de la estructura económica y financiera de las entidades (eficiencia, rentabilidad financiera, apalancamiento, brecha financiera y solvencia). Para realizar el análisis, en primer lugar se incluirán las variables explicativas de manera individual, para luego medir el impacto de las relativas al género a través de su interacción con las restantes independientes, diferenciando en ambos casos el efecto según el ciclo económico.

Como principal conclusión, destacamos que la crisis económica ha condicionado tanto el impacto directo de las variables analizadas como el indirecto del género en la rentabilidad. Así, cuando se analiza el efecto directo de la mujer en la rentabilidad económica (RoA), se obtiene que la relación entre ambas es nula o negativa en función del ciclo económico existente, mientras que la repercusión es tanto positiva como negativa en función del canal indirecto utilizado.

La estructura de este trabajo cuenta con cinco partes, incluida esta primera de introducción. La segunda parte aborda el marco teórico y las hipótesis de la investigación que se contrastarán en el estudio empírico; en la tercera sección se describen y se justifican las variables empleadas; la cuarta parte recoge la metodología utilizada y la discusión de los principales resultados obtenidos; y, por último se ofrecen las conclusiones del estudio realizado, así como sus principales limitaciones y propuestas de futuras investigaciones.

2.- Marco teórico e hipótesis de investigación

Cada vez es mayor la presión ejercida desde los gobiernos centrales para ver incrementada la proporción de mujeres participantes en los órganos decisorios de las empresas. Lo anterior se basa en el convencimiento de que una adecuada composición del Consejo de una entidad repercutirá favorablemente en su rendimiento, considerándose que existirá una estructura óptima cuando exista diversidad en el mismo, al proporcionar las composiciones heterogéneas del Consejo una base de talento mayor con el que contribuir al éxito financiero de la empresa (Blair, 1995). A pesar de la gran aceptación que esta idea ha tenido en el campo de la gobernanza corporativa, son numerosos los estudios que al tratar de contrastar empíricamente si a mayor diversidad en la empresa se ven incrementados los rendimientos empresariales o el valor de la empresa, han obtenido resultados contrapuestos. Así, es posible encontrar evidencia positiva (Adler, 2001; Erhard et al., 2003; Carter et al., 2003; Veleva, 2005; Krishnan y Park, 2005; Campbell y Mínguez-Vera, 2008; Hutchinson et al., 2014; Kiliç et al., 2016), negativa (Jehn y Bezrukova, 2004; Ryan y Haslam, 2005; Ryan y Haslam, 2007; Böhren y Ström, 2007) e incluso nula (Shrader et al., 1997; Du Rietz y Henrekson, 2000; Kochan et al., 2003; Smith et al., 2006; Rose, 2007).

La divergencia de resultados se justifica por las distintas habilidades y capacidades que hombres y mujeres tienen para el liderazgo y la gestión de la empresa (Yuki, 2002) y por los roles que generalmente se atribuyen a los distintos sexos (Walby, 2007). Así, las mujeres suelen considerarse más prudentes (Huang y Kisgen, 2013) y menos ambiciosas que los hombres (Hernández-Nicolás et al., 2016), y por tanto más adversas al riesgo (Collerette y Aubry, 1990; Olsen y Cox, 2001) y al endeudamiento (Verheul y Thurik, 2001; Orser et al., 2006; Roper y Scott, 2009); logrando unos menores costes de gestión (Chakrabarty y Bass, 2014), y en consecuencia un mejor desempeño financiero (Ström et al., 2014). A pesar de lo anterior, la presencia de mujeres en los Consejos de Administración puede afectar negativamente a la marcha de la empresa como consecuencia de su excesiva monitorización (Adams y Ferreira, 2009), su posible falta de espíritu empresarial (Hillman et al., 2002) así como por sus menores capacidades para la venta y las operaciones financieras (Zelechowski y Bilimoria, 2004) y su falta de contactos (Medland, 2004).

Por tanto, la diversidad de género en los Consejos es considerada por algunos autores como un arma de doble filo (Nielsen y Huse, 2010), pudiendo repercutir en el valor de la compañía (Huse et al., 2009), al afectar a la eficiencia del Consejo y de la empresa (Carter et al., 2010), así como a su nivel de riesgo o endeudamiento (Jianakoplos y Bernasek, 1998; Borghans et al., 2009) tanto positiva como negativamente. Considerando lo anterior, son numerosos los estudios que tratan de analizar la relación existente entre la presencia de la mujer en los Consejos de Administración y distintas variables, como son la rentabilidad de la empresa, su endeudamiento o su eficiencia, entre otras.

Carter y Shaw (2006) encuentran una relación positiva entre la presencia de la mujer en los Consejos y un menor nivel de endeudamiento; resultados que corroboran Smith et al. (2006) y Hernández-Nicolás et al. (2016) en sus investigaciones. Igualmente, se ha detectado cierta relación entre la presencia de mujeres en puestos de responsabilidad de las empresas, el buen gobierno y la eficiencia empresarial (Carter et al., 2003; Erhard et al., 2003), si bien los resultados no parecen concluyentes (Brown y Whysall, 2010).

Así, Berenguer et al. (2004), sugieren que los Consejos de Administración en los que se da un equilibrio de géneros disponen de potencial para mejorar la situación financiera de las empresas, dado que una mayor presencia de mujeres en los puestos directivos puede contribuir a lograr un entorno de trabajo más productivo e innovador, mejorando así la rentabilidad de la empresa en su conjunto. Para Fregidou (2004), una mayor ponderación del género femenino en los órganos representativos de las empresas puede ayudar a que en las deliberaciones de estos órganos se logre que las condiciones de trabajo mejoren y se contribuya a mediar para conseguir un equilibrio económico, social, cultural y de conciliación familiar en este tipo de entidades.

Por su parte, Campbell y Mínguez-Vera (2008) y Farrell y Hersch (2005) suponen que la presencia de un mayor porcentaje de mujeres en los Consejos incrementa el valor de la empresa. Mientras que Liu et al. (2014) analizan ambas variables y concluyen que existe una relación positiva entre ambas que se ve incrementada cuando existan al menos tres mujeres en el Consejo, lo que es consistente con la teoría de la masa crítica (Kristie, 2011).

Sin embargo, Adams y Ferreira (2009) concluyen que, en término medio, las empresas tienen un peor desempeño financiero cuando existe diversidad de género en los Consejos como consecuencia de la mayor monitorización o supervisión que las mujeres aportan, y que puede reducir el valor del accionista (Almazan y Suárez, 2003; Adams y Ferreira, 2007). De este modo, cuando se trata de entidades bien organizadas el establecimiento de cuotas obligatorias puede repercutir negativamente sobre el desempeño financiero de las entidades.

Tras analizar los estudios anteriores, es posible confirmar el hallazgo de Terjesen et al. (2009), que tras revisar más de 400 publicaciones relacionadas con la presencia de la mujeres directivas en los Consejos, no obtuvieron resultados concluyentes; pues como se ha expuesto previamente, la diversidad de género en los Consejos puede afectar positiva o negativamente al rendimiento de las empre-

sas según los distintos autores. Pathan y Faff (2013) justifican lo anterior en la existencia de problemas de homogeneidad, así como en el uso de muestras de empresas, sectores y períodos de tiempo diferentes; y añaden además que en períodos de crisis se reduce el efecto de la diversidad. Debe tenerse en cuenta también el fenómeno del *Glass Cliff* (Ryan y Haslam, 2005), por el cual durante las épocas de crisis la presencia femenina en posiciones de liderazgo puede resultar más adecuada, siendo una posible explicación de por qué tras la crisis económico-financiera de 2007 se ha visto incrementado el porcentaje de mujeres que accede a posiciones de liderazgo (Ryan et al., 2016).

Si nos centramos en el sector bancario, la investigación académica tampoco ha logrado demostrar la existencia de una relación clara entre la diversidad de género en los Consejos y el desempeño empresarial. Owen y Temesvary (2016) argumentan que estos resultados no concluyentes se deben al hecho de que existe una relación no lineal en forma de "U" entre la diversidad de género en los órganos de Gobierno y varias medidas de desempeño bancario. Añaden también que este efecto positivo sólo se observa en los bancos mejor capitalizados. Por su parte, García-Meca et al. (2015) realizan un estudio internacional del sector bancario, y muestran una relación positiva entre las variables; no obstante, justifican que en contextos de débil regulación y escasa protección del inversor, la diversidad de género en los Consejos tiene una menor influencia en el desempeño de los bancos.

Además, los estudios realizados se han centrado principalmente en los bancos (Mateos et al., 2012; Echebarria y Larrañaga, 2004; García-Meca et al., 2015) y, en determinados países, en las cajas de ahorros, no habiendo llegado a analizar en profundidad las cooperativas de crédito para el caso español. Éstas tienen la particularidad de no ser sociedades anónimas, ni cotizar en mercados de valores, por lo que han quedado relativamente al margen de los requerimientos legales sobre género que en los últimos años se han centrado en las compañías cotizadas, lo cual aporta también un matiz de no obligatoriedad de cuotas de género que permite analizarlo libre de tales requerimientos, como un factor natural propio o evolutivo del sector. Asimismo, diversos trabajos evidencian que son precisamente las entidades cooperativas las que cuentan con un mayor número de mujeres en sus órganos de Gobierno (Esteban et al., 2010). Lo anterior se justifica en la mayor facilidad de acceso al Consejo por parte de las mismas como consecuencia del principio de libre adhesión que rige este tipo de entidades, según el cual no podrá haber discriminación alguna por razones de género, raza, clase social, posición política o religiosa.

También hay autores que han detectado mayor implicación de las mujeres en la gestión de las cooperativas (Mateos et al., 2009); aunque, por otro lado, hay una desigual participación de las mujeres directivas en estas entidades (Berenguer et al., 2004), siendo su presencia muy inferior a la de los hombres (Elio, 2006; Ribas, 2006).

Tras el estudio del marco teórico presentado, resulta evidente la escasez de investigaciones que analizan la participación de la mujer en las entidades de Economía Social (Gómez, 1998; Fernández, 2000; Fregidou, 2004; Elio, 2006), pero aún es menor el número de estudios que se centran en el análisis de los órganos rectores de las entidades cooperativas (Berenguer et al., 1999; Mateos et al., 2009;

Esteban et al., 2010; Esteban, 2013; Hernández-Nicolás et al., 2016), no habiéndose localizado ninguna investigación que se centre en examinar el papel de la diversidad de género en el Consejo de Administración de las cooperativas de crédito españolas para un período temporal tan amplio. Considerando lo anterior, el principal objetivo del presente trabajo será estudiar si la ponderación del género femenino en los Consejos de Administración de las entidades de banca cooperativa española ha influido en su rentabilidad; además de comprobar el efecto de otras magnitudes económico-financieras y de la propia crisis económica sobre el desempeño del sector. Se plantean así las siguientes hipótesis de investigación:

H1. Tanto la proporción de mujeres como la diversidad de género del Consejo representan un condicionante importante de la evolución de la rentabilidad económica (RoA) de las cooperativas de crédito españolas, ya sea de manera directa o indirecta a través de otras variables.

Tal como reflejan los argumentos previamente citados, la presencia de la mujer en los Consejos puede tener consecuencias varias para el funcionamiento de las empresas, ya sea directamente en la rentabilidad o a través de variables que en última instancia determinan el rendimiento a obtener, como es el caso del endeudamiento o la eficiencia, entre otras. Si, además, se toma en cuenta que las cooperativas aúnan mayor cantidad de mujeres y más implicadas en sus órganos de Gobierno que otras entidades bancarias, hecho facilitado por las bases de libre adhesión que poseen; unido a la existencia de trabajos que avalan que las diferencias en estructura organizativa y funciones objetivas de sus miembros conllevan a resultados disímiles en términos de eficiencia entre las cooperativas y otras figuras empresariales (Herbst y Prüfer, 2016), es de esperar que estas directivas ejerzan una influencia suficiente como para que se refleje en el resultado de la gestión.

Como es sabido, la irrupción de la última gran crisis financiera mundial ha tenido importantes consecuencias para el sector bancario español, que se han materializado en un profundo proceso de concentración. Sin embargo, las cajas de ahorros y cooperativas de crédito han sido las más afectadas con esta transformación, dada su excesiva capacidad acumulada como resultado de un intenso incremento del número de oficinas, hecho que trajo consigo un significativo aumento de costes generales y de personal (Gutiérrez-Fernández et al., 2012). Por tanto, este proceso de ajuste ha implicado un cambio importante en la operativa de estas entidades, independientemente de que, como se ha mencionado antes, las cooperativas de crédito hayan resistido la situación mejor que el resto de entidades crediticias; lo cual, junto a otras dificultades, como las inherentes a la obtención de recursos y de reducción del crédito, las elevadísimas tasas de morosidad como consecuencia de la exposición al crédito inmobiliario y las insolvencias crediticias, justifican que sea de esperar que este nuevo contexto condicione el efecto de las variables que determinan sus resultados, como es el caso de la diversidad de género de sus Consejos.

H2. El impacto del mayor peso de la presencia femenina y diversidad de género en la rentabilidad económica (RoA), tanto directo como indirecto, ha estado supeditado a la crisis financiera desatada en 2008.

3.- Selección y descripción de las variables empleadas

3.1. Fuente de datos y depuración de las variables

Para realizar el análisis empírico se han tomado los datos públicos de las cooperativas de crédito que proporciona la Unión Nacional de Cooperativas de Crédito (UNACC) en sus anuarios estadísticos durante el período temporal analizado (2000-2014). Una vez extraídos los datos originales de cada año, se han agrupado para contemplar en el estudio a la totalidad de las 78 entidades de este tipo existentes a 31 de diciembre de 2014, teniendo en cuenta que algunas de ellas son resultados de procesos de fusión acontecidos en el período temporal analizado. En tales casos, de forma regresiva se ha tenido en cuenta el agregado resultante de las entidades fusionadas a efectos del ejercicio correspondiente, aunque lo anterior suponga la creación ocasional de entidades ficticias.

Asimismo, se han deflactado los datos para trabajar con series adecuadamente homogéneas utilizando para ello dos deflatores: el de los costes laborales de las actividades financieras, empleado para homogeneizar los gastos de personal; y el del valor agregado de la intermediación financiera, utilizado para deflactar el resto de variables consideradas. Ambos deflatores han sido calculados a través de los datos obtenidos del Instituto Nacional de Estadística (INE, 2016).

3.2. Descripción de las variables empleadas

Para poder contrastar las hipótesis planteadas se utilizará como variable dependiente la rentabilidad económica o de los activos (RoA), obtenida al dividir el beneficio neto entre el activo total de la entidad. Esta variable ha sido empleada en una gran cantidad de estudios que tratan de analizar la rentabilidad empresarial en relación con la diversidad de género (Shrader et al., 1997; Erhard et al., 2003; Farrell y Hersch, 2005; Adams y Ferreira, 2009; Carter et al., 2010; Mateos et al., 2010; García-Meca et al., 2015, entre otros), y se considera, además, un indicador consistente pues, según Yermack (1996) y Carter et al. (2003), ayuda a explicar el valor de la empresa y la Q de Tobin. Como en nuestro caso no ha sido posible obtener estas medidas de mercado, al tratarse de entidades no cotizadas, se considera una medida robusta y adecuada para la realización del análisis.

Como variables independientes se han incluido la diversidad de género del Consejo, así como una serie de magnitudes económico-financieras de las entidades bancarias cooperativas.

Para estudiar el género se han contemplado dos medidas diferenciadas. Por un lado, la variable *Muj_cons* mide la proporción de mujeres consejeras, mediante la relación existente entre el número

de mujeres existente en los Consejos de las cooperativas de crédito españolas y el número total de miembros del Consejo. Esta variable es la más utilizada en los estudios de género (Adams y Ferreira, 2009; Ahern y Dittmar, 2012; Liu et al., 2014, entre otros), y se ha elaborado gracias a la información que se ha obtenido de los anuarios estadísticos que proporciona la UNACC en su página web corporativa. Para determinar el género de los miembros del Consejo se ha examinado el nombre de cada uno de los 13.741 miembros de los Consejos de Administración del total de entidades del sector a lo largo de los 15 ejercicios económicos del período muestral, identificando cuántos de dichos consejeros eran mujeres. Además de la variable anterior, se ha incorporado el índice que Blau (1977) definió del siguiente modo:

$$B = 1 - \sum_{it=1}^n P_{it}^2$$

siendo B el índice de Blau, y P_{it} la proporción de mujeres consejeras en la entidad i en el año t. Este índice, utilizado regularmente para medir la heterogeneidad demográfica (Ruigrok et al., 2007), se ha utilizado frecuentemente para analizar la diversidad de género en el Consejo de las entidades en general (Bear et al., 2010; Hernández-Nicolás et al., 2016) y de las entidades financieras en particular (Owen y Temesvary, 2016). Cuando más elevado es el valor del índice mejor diversificado estará el Consejo de Administración. Existirá paridad entre hombres y mujeres cuando el índice alcance su máximo valor 0,5.

En cuanto a las variables económico-financieras que se han incorporado al estudio para analizar la rentabilidad económica (RoA) de las entidades bancarias cooperativas, destacamos las siguientes:

- *Eficiencia técnica*. Muestra la relación existente entre los gastos de explotación y el margen de intermediación saneado. Esta medida es ampliamente utilizada por instituciones tan relevantes como el Banco de España para el cálculo de la eficiencia operativa de las entidades bancarias; no obstante, cabe destacar que no mide realmente la eficiencia de las entidades, sino su ineficiencia, de modo que la eficiencia es mayor a medida que la ratio disminuye, pues será necesario un menor consumo de recursos para la obtención de un determinado margen. Esta ratio se emplea con frecuencia en las investigaciones que tratan de analizar la rentabilidad de las entidades bancarias, así como de las empresas en general.

- *Apalancamiento financiero*. Como se expuso en el marco teórico, las mujeres suelen ser más adversas al riesgo (Byrnes et al., 1999; Barber y Odean, 2001), por ello, son numerosos los estudios que relacionan la presencia de mujeres en el Consejo de Administración con posibles menores niveles de riesgo y de apalancamiento de la empresa (Huang y Kisgen, 2013; Berger et al., 2014), especialmente en las pertenecientes al sector bancario (Sapienza et al., 2009). Por otra parte, generalmente se ha encontrado una relación inversa entre apalancamiento y rentabilidad (Lang et al., 1996; Antoniou

et al., 2008; Giroud et al., 2012), si bien es cierto que existen estudios que concluyen que el apalancamiento afecta positivamente a la rentabilidad de la empresa (Margaritis y Psillaki, 2010) y otros que manifiestan que no influye en la misma (Connelly et al., 2012; Vithessonthi y Tongurai, 2015). Considerando lo anterior, se ha querido valorar el efecto que pueda tener el riesgo de las entidades cooperativas en su rentabilidad económica (RoA), habiendo utilizado como medida del mismo el apalancamiento financiero (Mateos et al., 2009; Liu et al., 2014). Esta variable se ha calculado como la diferencia entre la rentabilidad financiera o de los recursos propios (RoE) y la rentabilidad económica o de los activos (RoA) o, lo que es lo mismo, como la relación entre las deudas totales y los activos totales de la entidad.

- *Brecha financiera* o relación entre los créditos y los débitos o depósitos de la entidad (Douplos y Zopounidis, 2010; Palomo y Sanchis, 2010); existiendo brecha cuando su valor es mayor que la unidad o 100%, lo cual indica que el volumen de créditos concedidos supera a los depósitos captados. La brecha financiera puede caracterizar un determinado comportamiento en el modelo de negocio – mayor brecha financiera se puede corresponder con un modelo más activo, expansivo y apalancado que puede ser adecuado en épocas de bonanza económica-, si bien aumenta la vulnerabilidad ante un cambio de ciclo económico.

- *Solvencia*. Dado que no es posible disponer de información pública y completa sobre las principales ratios de solvencia (Ratio BIS, Tier I y Tier II) de las entidades analizadas, se ha optado por trabajar con dos ratios: por un lado, la que divide los recursos propios entre el volumen de activos totales medios (Arévalo et al., 2002; García et al., 2010). De este modo se puede tener una adecuada aproximación que vincula la solvencia con la dimensión de la entidad en función de los activos totales medios (ATM), variable representada por *Solv_atm*; y, por otro lado, un indicador de solvencia aproximado que relaciona los recursos propios entre el volumen de créditos totales de la entidad, esta variable se corresponde con la solvencia crediticia (*solv_cred*), la cual se utilizará en este trabajo.

- *RoE*. Hace referencia a la rentabilidad financiera o de los recursos propios (RoE) y se obtiene al dividir el beneficio neto entre los fondos propios de la entidad.

- *RoA retardado*. Siguiendo a autores como Bhagat y Bolton (2008), Jackling y Johl (2009) o Carter et al. (2010), se ha decidido incorporar al análisis la variable dependiente retardada, retardada un período de la rentabilidad económica (RoA).

Por último, se ha elaborado para este trabajo una variable dummy (Ce), la cual toma valor cero en los años 2000-2007 y valor uno en los posteriores, cuya finalidad es la inclusión en el modelo del cambio estructural que se prevé en 2008, año en el que se hicieron notables los inicios de la reciente crisis financiera mundial.

En la tabla 1 se recogen los estadísticos descriptivos de las variables empleadas en la presente investigación.

Tabla 1. Estadísticos descriptivos

Variable	Observaciones	Media aritmética	Desviación estándar	Mínimo	Máximo
RoA	960	0,0060798	0,0068701	-0,086304	0,032394
Muj_cons	960	0,0772671	0,1014961	0	0,5
Blau	960	0,1220124	0,1477988	0	0,5
Eficiencia	960	0,6665299	0,7351526	0,207272	15,907
RoE	960	0,0737862	0,2604183	-1,209962	7,695464
Apalancamiento	960	0,0677065	0,2616014	-1,141423	7,781768
Brecha	960	0,8133633	0,387339	0,0590031	9,572314
Solvencia_atm	960	0,099008	0,0994342	-0,0112149	2,623194
Solvencia_cred	960	0,1782641	0,2875571	-0,014718	5,873595
Ce	960	0,4666667	0,4991477	0	1

FUENTE: Elaboración propia a partir de salidas de Stata 11.

Tal como se observa, los estadísticos constatan la escasa presencia femenina en los Consejos de las entidades que conforman la muestra, ya que como promedio la proporción de mujeres consejeras alcanza tan sólo el 7,7% del total de miembros, todo lo cual explica el bajo valor de la media aritmética del índice Blau (0,12), al tratarse de Consejos poco diversificados. Por tanto, tales datos constatan que las cooperativas de créditos españolas tienen una brecha aún mayor en términos de representación femenina en sus directivas que las empresas cotizadas, tanto de España (13% de mujeres en los Consejos a 2014) como de Europa (21% de mujeres en los Consejos a 2015), según el Índice Spencer Stuart de Consejos de Administración (2015) y la Comisión Europea (2016), respectivamente. Esto puede estar explicado en la inexistente regulación sobre cuotas de género obligatorias en sus Consejos, así como en determinadas características inherentes a la composición de los mismos, entre las que se encuentran la tendencia a una excesiva permanencia de sus cargos, la sucesión dentro del mismo equipo y la escasa sensibilización de la base social (Chaves y Soler, 2004).

Respecto a la rentabilidad económica (RoA), su valor promedio alcanza el 0,6%, con un máximo del 3,24%, cifra muy inferior a la media alcanzada en sectores bancarios de países desarrollados, que asciende al 97% (García-Meca et al., 2015). Sin embargo, en términos de endeudamiento ocurre lo contrario, ya que las cooperativas ostentan en promedio ratios muy inferiores, como es el caso de un 6,7% frente a un 55.45% (Gulamhussen et al., 2015), lo cual debe responder a las diferencias en los modelos de negocio, dada la propia naturaleza social de la actividad de las cooperativas. Por último, en promedio, los gastos de explotación representan el 66,65% del margen de intermediación saneado, indicando que se trata de entidades eficientes, así como el volumen de créditos concedidos representa el 81,33% a los depósitos captados, constatando la no existencia de brecha financiera.

4.- Metodología utilizada y resultados

4.1. Estrategia empírica y metodología

En línea con las hipótesis planteadas, el análisis a implementar en este estudio se sustenta en la estimación de una ecuación lineal dinámica (modelo autorregresivo de orden 1), mediante el uso de datos de panel y que se concreta en la siguiente expresión:

$$(1) \quad RoA_{it} = \beta_1 + \beta_2 RoA_{i,t-1} + \beta_3 X_{it} + \eta_{it} + \epsilon_{it}$$

Siendo RoA_{it} el indicador de rentabilidad económica (RoA) de la entidad “i” en el período “t”, $RoA_{i,t-1}$ el mismo indicador anterior retardado un período, X_{it} el vector de variables explicativas de la entidad “i” en el período “t”, η_{it} el efecto individual inobservable y ϵ_{it} el término de error aleatorio. De esta manera, al incluir la variable dependiente retardada se pretende tener en cuenta la dependencia de la trayectoria en la influencia de las variables independientes, en línea con trabajos previos (Nguyen et al., 2015).

Respecto a la inclusión de explicativas y, considerando que las premisas que rigen este estudio se concretan en la valoración del impacto que la presencia femenina y heterogeneidad de género tienen en la rentabilidad económica (RoA), tanto de manera directa como indirecta a través de indicadores económico-financieros varios; así como si tal efecto estaría condicionado al ciclo económico imperante, se seguirá la siguiente estrategia. En primer lugar, se analizará el efecto individual de cada explicativa en la variable de interés (véase tabla 2), incluyendo en el modelo la previsión de cambio estructural en 2008, con motivo de la crisis financiera mundial cuyos efectos se hicieron intensos desde entonces, razón por la que en cada ecuación se incluirá la dummy Ce, tanto de manera independiente como en interacción con otras variables explicativas, aunque por utilidad sólo se aportarán los resultados de las interacciones.

Una vez analizado el impacto directo de cada variable independiente en la rentabilidad económica (RoA), el siguiente paso será medir si la repercusión de las magnitudes económico-financieras estaría condicionada a los indicadores de representación femenina y heterogeneidad de género (véase tabla 3). Para ello, se medirá el efecto de la interacción entre ambas variables y el resto de explicativas, siendo este análisis realizado bajo el supuesto de cambio estructural en 2008, en un intento de corroborar posibles diferencias en función del ciclo económico vigente.

La metodología econométrica que se seguirá para la estimación de tales supuestos es el Método Generalizado de los Momentos en versión sistema (Arellano y Bover, 1995; Blundell y Bond, 1998). De las opciones posibles para estimar modelos lineales dinámicos con datos de panel, este enfoque es el

más eficiente, a la vez que permite mejorar las estimaciones respecto a Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO) y efectos fijos por razones como el tratamiento de la heterogeneidad inobservable y de la endogeneidad que existe en la relación que se pretende contrastar, así como facilita la disposición de instrumentos (Wintoki et al., 2012). Tal procedimiento consiste en utilizar instrumentos internos, en la estimación de una combinación de ecuaciones en primeras diferencias y en niveles, obtenidos como retardos de las variables explicativas en niveles y sus primeras diferencias, respectivamente; los cuales estarán correlacionados con la variable de interés e incorrelacionados con la primera diferencia del término de error o éste en niveles, según sea la estimación en diferencias o en niveles.

Por tanto, la elección de este método ha permitido instrumentar los regresores endógenos, permitiendo así obtener estimadores consistentes. Tomando como base estudios anteriores (Wintoki et al., 2012; Adams, 2015; Nguyen et al., 2015), se han considerado endógenas todas las variables independientes explicitadas anteriormente, tanto las de género como las relativas al desempeño de las empresas. Es necesario aclarar que el número de instrumentos se ha limitado en la medida de lo posible, siguiendo, además, la premisa de no superación del número de individuos (Roodman, 2009), lo cual ha resultado en el uso de un instrumento por variable predeterminada (primer retardo), que en este caso es la dependiente retardada, o endógena (segundo retardo). Para su validación, se verificará para cada ecuación el resultado de dos contrastes (Arellano y Bond, 1991): el test de ausencia de correlación serial de segundo orden y el test de sobreidentificación de Sargan. Como por construcción, al emplear primeras diferencias debe haber correlación de primer orden, pero no de segundo, se ha seguido el criterio de que el valor inferior del rango de retardos a introducir sea dos, tomando como referencia el valor actual de cada variable.

4.2. Resultados y discusión

A la vista de los regresiones obtenidas (véanse tablas 2 y 3), es posible constatar, a priori, que en todos los casos se ha comprobado la validez de los instrumentos utilizados. Seguidamente, llama la atención el impacto positivo y significativo de la variable dependiente retardada en prácticamente todos los casos, con un nivel de confianza del 99% en la mayor parte de éstos. Por tanto, se evidencia que, cuanto más rentable sea una entidad en un período, mayor será su rentabilidad en el período siguiente, tal como han comprobado otros autores (Wintoki et al., 2012; Nguyen et al., 2015).

Centrándonos en la repercusión directa del resto de variables explicativas (véase tabla 2), es de destacar, en primer orden, que el impacto de la mayor parte de éstas en la rentabilidad económica ha cambiado desde el 2008 en adelante, trayendo consigo un empeoramiento de la misma. Es decir, desde el estallido de la crisis financiera, el incremento de los valores de la mayoría de estos indicadores no se ha traducido en mayor rentabilidad económica. Más concretamente, si nos acercamos a los resultados de los indicativos relativos a la presencia femenina y diversidad de género en los Consejos de Dirección (ecuaciones 1 y 2), es de destacar que antes del 2008 no se muestra efecto alguno en la variable de interés más, desde este período en adelante, una mayor proporción de muje-

res consejeras y de pluralidad de género se ha traducido en una disminución de la rentabilidad económica de las entidades analizadas. Específicamente, por cada punto porcentual que incrementó la razón de mujeres en el Consejo, la rentabilidad económica se ha visto reducida en un 2,39% desde el 2008 hasta el 2014, manteniéndose constantes el resto de variables, según ecuación 1 (teniendo en cuenta que el valor del coeficiente se compone de la suma del valor de la variable y de su término de interacción). Este efecto negativo en periodos de recesión va en consonancia con estudios previos que arguyen diferentes razones por las que es de esperar tal repercusión, como es el caso de que más diversidad puede potenciar los conflictos en el Consejo, derivando en una ralentización considerable del proceso de toma de decisiones (Carter et al., 2010; Dowell et al. 2011). Además, si se toma en consideración que se trata de una muestra con un importante predominio masculino en los Consejos (tal como lo reflejan los estadísticos descriptivos), el incremento del número de mujeres podría derivar en conflictos de comunicación e integración de sus miembros (Milliken y Martins, 1996), lo cual terminaría repercutiendo adversamente en el desempeño de estas entidades. Por otra parte, no debe desestimarse que el impacto de la mujer en los Consejos y, en última instancia en la trayectoria empresarial, está supeditado al tipo de tarea realizada, ya que únicamente aportan ventajas respecto a los hombres en aquellas de control estratégico (Nielsen y Huse, 2010). Por último, cabe mencionar que estos resultados se contraponen a una serie de argumentos previos que defienden la importancia de contar con Consejos más diversos para gestionar mejor la incertidumbre del entorno, dado que así se dotaría a las empresas de una red más amplia de experiencias y recursos (Engelen et al., 2012). Por tanto, lo anterior llama la atención sobre la falta de consenso aún existente en la literatura y la necesidad de continuar profundizando en esta dirección, pudiendo explicarse por razones como que confluyan tanto efectos positivos como negativos del papel del género y que los últimos se superpongan a los primeros, la necesidad de tener en cuenta otras dimensiones de la diversidad o ir más allá de una relación lineal (Engelen et al., 2012).

Continuando con aquellos indicadores que han ejercido un efecto directo en la rentabilidad económica (tabla 2), tanto antes del comienzo de la crisis como después, los resultados arrojan que, a mayor rentabilidad financiera, apalancamiento y brecha, se produjo un aumento en la rentabilidad de los activos hasta 2007 pero, a partir de ese entonces, tal efecto pasó a ser negativo, siendo más intenso para el caso del apalancamiento, en el que se pasó de potenciar la rentabilidad económica en un 6,13% por cada punto porcentual de su incremento hasta 2007, a reducirla en un 0,77% a partir de entonces, manteniéndose constantes el resto de variables (véase ecuación 5). En el caso de la solvencia relacionada con la dimensión de la entidad, la ecuación 7 revela que se invierte el efecto mencionado anteriormente, es decir, pasa de ejercer un efecto negativo a uno positivo a partir de 2008. Respecto a los elementos explicativos restantes, sólo los de eficiencia y solvencia de crédito repercutieron en la rentabilidad económica únicamente en los años previos a la irrupción de la crisis. Así, durante ese periodo, un empeoramiento de la eficiencia y mayor solvencia derivaron en un incremento de tal rentabilidad.

Centrándonos en el impacto indirecto de la presencia de la mujer y la variedad de género en los Consejos a través del resto de variables independientes, mediante términos de interacción entre ambos conjuntos, la tabla 3 permite comprobar que se han producido tanto cambios positivos como negati-

vos en la rentabilidad económica, respecto a los resultados obtenidos en la tabla 2, cuando se analizaron los elementos de manera individual. Comenzando por los positivos, los resultados avalan que la existencia de mayor proporción de mujeres a la cabeza de estas entidades contribuyó positivamente a mejorar su rentabilidad económica a través del incremento de la financiera y el apalancamiento antes del 2008, a la vez que, desde entonces, se aprecia cómo se anula el efecto negativo que tales indicadores producían en la variable de interés (véanse ecuaciones 2 y 3), según se debatió anteriormente sobre la tabla 2. Respecto a la relación diversidad de género-apalancamiento, la evidencia existente es aún ambigua, al existir estudios que no encuentran en el género un predictor del apalancamiento (Coleman y Cohn, 2000), a la vez que otros sí defienden la mayor aversión al riesgo de las mujeres, lo cual justifica que adopten una posición más cautelosa que los hombres frente al endeudamiento (Olsen y Cox, 2001; Roper y Scott, 2009), siendo este último planteamiento confirmado en Faccio et al. (2012), donde se defiende que las empresas dirigidas por mujeres tienen menor endeudamiento y beneficios menos volátiles, a la vez que aumentan su capacidad de supervivencia. En consecuencia, los resultados de este trabajo parecen apoyar esta última postura, al menos hasta 2008, pudiendo explicarse porque la mayor presencia femenina pudo moderar la asunción del riesgo de endeudamiento y garantizar mayor estabilidad en los resultados, ejerciendo en última instancia un efecto positivo en la rentabilidad económica (RoA). Por último, tanto más cantidad de mujeres dentro del conjunto de consejeros como más heterogeneidad entre hombres y mujeres en los Consejos, ha anulado el impulso que producía en la rentabilidad económica un retraimiento de la eficiencia hasta 2007 (véanse las ecuaciones 1 y 7). Así, tales datos parecen confirmar el importante papel de las mujeres en la efectividad de los Consejos, a través de la mejora en la toma de decisiones sobre tareas estratégicas (Nielsen y Huse, 2010).

Refiriéndonos a los efectos adversos, tanto el incremento de la proporción de mujeres como de la diversidad de género en el Consejo, hacen que se anule el efecto positivo de la brecha financiera en la rentabilidad económica antes de la crisis, a la vez que, a partir de ésta, ambas variables han potenciado el impacto negativo de la brecha en la rentabilidad de los activos (véanse las ecuaciones de numeración 4 y 10 de la tabla 3, en comparativa con la ecuación 6 de la tabla 2). Por otra parte, también se observa una repercusión negativa de ambas razones, tanto a través de la solvencia relativa a la dimensión de los activos como a la de crédito. Concretamente, hasta 2007, ante el aumento de la presencia de consejeras y de la diversidad, en el primer caso se aprecia un mayor impacto negativo respecto al valor del indicador que aparece en la tabla 2, a la vez que en el segundo se observa cómo se anula el efecto positivo que ofrece el indicativo cuando se analiza de manera independiente (véanse las ecuaciones de numeración 5 y 6 de la tabla 3, en comparativa con las 7 y 8 de la tabla 2). Por último, también es de destacar que la mayor diversidad de género reduce la repercusión positiva de la rentabilidad financiera en la económica en los años previos a 2008, así como acrecienta el impacto negativo desde éste en adelante, lo cual se obtiene al comparar la repercusión que resulta de la rentabilidad financiera, cuando se tiene en cuenta de manera independiente (véase ecuación 4, tabla 2) y cuando se incluye su interacción con la diversidad (véase ecuación 8, tabla 3).

Para concluir, es necesario hacer referencia al cumplimiento de las hipótesis que han guiado esta investigación, en un intento de concretar el discurso. En primer lugar, la diversidad de género en los

Consejos de Administración de las cooperativas de crédito analizadas es un elemento importante a tener en cuenta para explicar la evolución de su rentabilidad económica (RoA), condicionándolo tanto directamente como a través de otras magnitudes económico-financieras, como la rentabilidad financiera, el apalancamiento o la eficiencia (cumplimiento de H1). En segundo lugar, los resultados obtenidos evidencian que el efecto del género en la rentabilidad económica (RoA) ha estado supeditado al ciclo económico existente, ya que de manera directa se muestra una repercusión negativa desde 2008 en adelante. En el caso de la indirecta, a través de la rentabilidad financiera, el papel de la mujer ha pasado de ser positivo a nulo o negativo después de la irrupción de la crisis, según se trate de proporción de mujeres o de diversidad de género, respectivamente, así como a través de la brecha pasa a ser más intenso el efecto negativo (cumplimiento de H2).

Tabla 2. Variable dependiente: Rentabilidad Económica (RoA). Método de estimación: MGM Sistema (Arellano y Bover, 1995; Blundell y Bond, 1998). Período: 2000-2014

Independientes	1	2	3	4	Independientes	5	6	7	8
RoA_1	0,1637 L (1 1) **	0,1817 L (1 1) ***	0,2441 L (1 1) ***	0,1699 L (1 1) ***	RoA_1	0,1689 L (1 1) ***	0,2368 L (1 1) ***	0,1989 L (1 1) ***	0,2242 L (1 1) ***
Muj_cons	-0,0055 L (2 2)				Apalancamiento	0,0613 L (2 2) ***			
Ce*Muj_cons	-0,0184 L (2 2) **				Ce*Apalancamiento	-0,0690 L (2 2) ***			
Blau		-0,0028 L (2 2)			Brecha		0,0034 L (2 2) **		
Ce*Blau		-0,0110 L (2 2) **			Ce*Brecha		-0,0041 L (2 2) *		
Eficiencia			0,00001 L (2 2) ***		Solvencia_atm			-0,0059 L (2 2) ***	
Ce* Eficiencia			0,0001 L (2 2)		Ce*Solvencia_atm			0,0113 L (2 2) *	
RoE				0,0591 L (2 2) ***	Solvencia_cred				0,0005 L (2 2) *
Ce*RoE				-0,0664 L (2 2) ***	Ce*Solvencia_cred				0,0018 L (2 2)
Obs.	896	896	896	896	Obs.	896	896	896	896
P-Test Wald	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	P-Test F/Wald	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
P-Sargan	0,2164	0,1972	0,1615	0,1748	P-Sargan	0,1807	0,1449	0,1490	0,1688
Inst/Ind	57/64	57/64	57/64	57/64	Inst/Ind	57/64	57/64	57/64	57/64
AR(2)	0,3917	0,5083	0,4840	0,8408	AR(2)	0,8163	0,5026	0,9261	0,6568

FUENTE: Elaboración propia a partir de salidas de Stata 11. ***Significativo al 1%, **Significativo al 5%, *Significativo al 10%. L: rango de retardos. Obs.: número de observaciones. P-Test Wald: P-valor del estadístico de Wald. P-Sargan: P-valor del test de Sargan. Inst/Ind: número de instrumentos/número de individuos. AR(2): P-valor del contraste de correlación de segundo orden (Arellano y Bond, 1991). Téngase en cuenta que las interacciones con el indicativo de cambio estructural (Ce), en caso de resultar significativas, indican la variación que se produce en la variable de interés en el período 2008-2014.

Tabla 3. Variable dependiente: Rentabilidad Económica (RoA). Método de estimación: MGM Sistema (Arellano y Bover, 1995; Blundell y Bond, 1998). Período: 2000-2014

Independientes	1	2	3	4	5	6
RoA_1	0.1775 L (1 1)**	0.1715 L (1 1)***	0.1730 L (1 1)***	0.1435 L (1 1)***	0.1679 L (1 1)**	0.1948 L (1 1)**
Muj_cons*Eficiencia	0.0019 L (2 2)					
Ce*Muj_cons*Eficiencia	-0.0020 L (2 2)					
Muj_cons*RoE		0.0683 L (2 2)***				
Ce*Muj_cons*RoE		-0.0754 L (2 2)				
Muj_cons*Apalancamiento			0.0720 L (2 2)***			
Ce*Muj_cons* Apalancamiento			-0.0893 L (2 2)			
Muj_cons*Brecha				-0.0069 L (2 2)		
Ce*Muj_cons*Brecha				-0.0251 L (2 2)**		
Muj_cons* Solvencia_atm					-0.0169 L (2 2)*	
Ce*Muj_cons* Solvencia_atm					-0.0130 L (2 2)	
Muj_cons* Solvencia_cred						-0.0047 L (2 2)
Ce*Muj_cons* Solvencia_cred						-0.0198 L (2 2)
Obs.	896	896	896	896	896	896
P-Test F/Wald	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
P-Sargan	0.1474	0.1592	0.1597	0.2507	0.1727	0.1649
Inst/Ind	57/64	57/64	57/64	57/64	57/64	57/64
AR(2)	0.7122	0.8570	0.9324	0.1914	0.9768	0.8466

FUENTE: Elaboración propia a partir de salidas de Stata 11. ***Significativo al 1%, **Significativo al 5%, *Significativo al 10%. L: rango de retardos. Obs.: número de observaciones. P-Test Wald: P-valor del estadístico de Wald. P-Sargan: P-valor del test de Sargan. Inst/Ind: número de instrumentos/número de individuos. AR(2): P-valor del contraste de correlación de segundo orden (Arellano y Bond, 1991). Téngase en cuenta que las interacciones con el indicativo de cambio estructural (Ce), en caso de resultar significativas, indican la variación que se produce en la variable de interés en el período 2008-2014.

Tabla 3. Variable dependiente: Rentabilidad Económica (RoA). Método de estimación: MGM Sistema (Arellano y Bover, 1995; Blundell y Bond, 1998). Período: 2000-2014 (Cont.)

Independientes	7	8	9	10	11	12
RoA_1	0.1923 L (1 1)***	0.1747 L (1 1)***	0.1749 L (1 1)***	0.1758 L (1 1)**	0.1827 L (1 1)***	0.2080 L (1 1)***
Blau*Eficiencia	0.0021 L (2 2)					
Ce*Blau*Eficiencia	-0.0009 L (2 2)					
Blau*RoE		0.0482 L (2 2)***				
Ce*Blau*RoE		-0.0713 L (2 2)*				
Blau*Apalancamiento			0.0515 L (2 2)***			
Ce*Blau*Apalancamiento			-0.0788 L (2 2)**			
Blau*Breacha				-0.0034 L (2 2)		
Ce*Blau*Breacha				-0.0147 L (2 2)**		
Blau*Solvencia_atm					-0.0101 L (2 2)*	
Ce*Blau*Solvencia_atm					0.0120 L (2 2)	
Blau*Solvencia_cred						-0.0024 L (2 2)
Ce*Blau*Solvencia_cred						-0.0057 L (2 2)
Obs.	896	896	896	896	896	896
P-Test F/Wald	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
P-Sargan	0.1517	0.1616	0.1611	0.2637	0.1917	0.1605
Inst/Ind	57/64	57/64	57/64	57/64	57/64	57/64
AR(2)	0.8802	0.9051	0.8523	0.2558	0.8138	0.8118

FUENTE: Elaboración propia a partir de salidas de Stata 11. ***Significativo al 1%, **Significativo al 5%, *Significativo al 10%. L: rango de retardos. Obs.: número de observaciones. P-Test Wald: P-valor del estadístico de Wald. P-Sargan: P-valor del test de Sargan. Inst/Ind: número de instrumentos/número de individuos. AR(2): P-valor del contraste de correlación de segundo orden (Arellano y Bond, 1991). Téngase en cuenta que las interacciones con el indicativo de cambio estructural (Ce), en caso de resultar significativas, indican la variación que se produce en la variable de interés en el período 2008-2014.

5.- Conclusiones

Con este estudio se ha pretendido cubrir un vacío en la literatura que analiza el efecto del género en la rentabilidad empresarial, como es el análisis en un sector de empresas no cotizadas y para un amplio período temporal, lo cual permite contemplar diferentes escenarios según el ciclo económico vigente. Para ello, se ha elaborado un panel de 78 entidades de crédito españolas durante el período 2000-2014, estimándose una ecuación lineal dinámica mediante el MGM. Así, se ha medido tanto el impacto directo de la proporción de mujeres consejeras y la heterogeneidad de género en la rentabilidad económica (RoA), como las consecuencias de su interacción con otras variables, diferenciando en ambos casos si tal efecto ha estado condicionado a la crisis financiera desencadenada en 2008.

Los resultados obtenidos permiten corroborar, para las dos medidas de género empleadas, que el efecto directo en la rentabilidad económica (RoA) de una mayor y más equitativa presencia femenina en los Consejos fue nulo en los años expansivos, comenzando a repercutir negativamente desde la irrupción de la crisis. Sin embargo, al observar el efecto indirecto a través de otras variables, los resultados avalan que, en períodos de bonanza económica, el aumento de la proporción de mujeres consejeras contribuye a que tanto el incremento de la rentabilidad financiera (RoE) como del apalancamiento se traduzcan en mayor rentabilidad económica (RoA). A su vez, tal efecto positivo indirecto también se produce en los años de crisis, ya que una mayor razón de mujeres consejeras atenúa las consecuencias negativas que muestra en la rentabilidad económica RoA una mayor rentabilidad financiera RoE y una posición más apalancada. Sin embargo, el papel indirecto del género también da muestras de consecuencias negativas para la rentabilidad económica (RoA) ya que, tanto el aumento de la cantidad de consejeras como la mejora de la diversidad de género hacen que la ampliación de la brecha financiera y solvencia en función de los activos totales medios se traduzcan en menor rentabilidad económica (RoA), desde 2008 en adelante en el caso de la brecha y antes de este año para la segunda.

Por tanto, a tenor de lo anterior, parece clara la existencia de una relación entre la ponderación de mujeres en el Consejo y la diversidad de género en los mismos y la rentabilidad económica (RoA) en las cooperativas de crédito españolas, si bien la dirección varía según se trate de un efecto directo o indirecto, en general supeditados a la fase del período económico existente, dándose en el segundo evidencias tanto positivas como negativas. Así, una posible explicación a la falta de respuestas concluyentes en la literatura sobre el impacto del género en el desempeño de las empresas, podría estar dada en el mayor énfasis realizado en la vía directa, pudiendo tener más importancia la indirecta ya que, como se ha evidenciado en este estudio, el papel de la mujer ha influenciado positivamente a través de algunas medidas y negativamente mediante otras. Por lo que el resultado neto de ambas influencias en la rentabilidad económica (RoA) dependerá de la importancia de cada efecto.

Una cuestión esencialmente cualitativa y que cabría añadir desde otra óptica en futuros estudios es analizar la capacidad de influencia y efecto arrastre sobre las decisiones que cada consejera pueda tener sobre el resto de los miembros del Consejo a la hora de influir en las deliberaciones y adopción de decisiones del Consejo. Se entraría así en el análisis del liderazgo de las mujeres consejeras frente al análisis cuantitativo numérico aquí tratado. Esta cuestión puede ayudar a interpretar los resultados obtenidos en este trabajo, pues el incremento numérico del número de mujeres en los Consejos puede no aportar diferenciación si no ejercen el adecuado liderazgo en Consejos generalmente compuestos por una media de 10 a 12 miembros.

En este sentido, igual que ocurre en la práctica totalidad de la literatura especializada, este estudio ha estado condicionado por una serie de limitaciones, entre las que destacan, fundamentalmente, la no tenencia e inclusión de datos y valoraciones sobre determinadas características que pueden condicionar el efecto del género en el desempeño empresarial, como son las características de la gobernanza y el tipo de tareas realizadas por las mujeres. Así mismo, al tratarse de entidades que persiguen una finalidad social, se considera interesante analizar otros aspectos de la gobernanza que permitan estudiar no sólo el impacto de las mujeres en la rentabilidad económica de las entidades, sino también el posible efecto que éstas puedan tener en su rentabilidad social; todo lo cual se erige como futuras líneas de investigación. Por último, debe tenerse en cuenta que se trata de un análisis sectorial (no generalizable al conjunto de la actividad empresarial), pero que aporta resultados apreciables al estar centrado en un determinado subsector de la actividad bancaria.

6.- Bibliografía

- ADAMS, R.B. (2015): "Women on boards: The superheroes of tomorrow?", *The Leadership Quarterly*, 27(3), 371-386.
- ADAMS, R.B. & FERREIRA, D. (2007): "A theory of friendly boards", *Journal of Finance*, 62(1), 217-250.
- ADAMS, R.B. & FERREIRA, D. (2009): "Women in the boardroom and their impact on governance and performance", *Journal of Financial Economics*, 94(2), 291-309.
- ADLER, R.D. (2001): "Women in the executive suite correlate to high profits", *Harvard Business Review*, 79(3), 3-18.
- AHERN, K.R. & DITTMAR, A.K. (2012): "The changing of the boards: The impact on firm valuation of mandated female board representation", *Quarterly Journal of Economics*, 127(1), 137-197.
- ALMAZAN, A. & SUAREZ, J. (2003): "Entrenchment and severance pay in optimal governance structures", *Journal of Finance*, 58(2), 519-547.

- ANTONIOU, A., GUNAY, Y. & PAUDYAL, K. (2008): "The determinants of capital structure: Capital market-oriented versus bank-oriented institutions", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43(1), 59-92.
- ARELLANO, M. & BOND, S. (1991): "Some tests of specification for panel data: Monte carlo evidence and an application to employment equations", *The Review of Economic Studies*, 58(2), 277-297.
- ARELLANO, M. & BOVER, O. (1995): "Another look at the instrumental variable estimation of error-components models", *Journal of Econometrics*, 68(1), 29-51.
- ARÉVALO, D., GÓMEZ, M.J., VÁZQUEZ, A. & ZAPATA, A. (2002): "Un estudio de las cajas de ahorros andaluzas mediante el método multicriterio promethee", *Estudios de Economía Aplicada*, 20, 5-27.
- BARBER, B.M. & ODEAN, T. (2001): "Boys will be boys: Gender, overconfidence, and common stock investment", *Quarterly Journal of Economics*, 116(1), 261-292.
- BEAR, S., RAHMAN, N. & POST, C. (2010): "The impact of board diversity and gender composition on corporate social responsibility and firm reputation", *Journal of Business Ethics*, 97(2), 207-221.
- BERENGUER, G., CASTELLVÍ, J.M., CERVER, E., JUAN, C., TORCAL, R. & DE LA TORRE, A. (1999): *El laberinto de cristal*, FEVECTA, Valencia.
- BERENGUER, G., CERVER, E., DE LA TORRE, A. & TORCAL, V.R. (2004): "El estilo directivo de las mujeres y su influencia sobre la gestión del equipo de trabajo en las cooperativas valencianas", *CIRIEC-España, Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa*, 50, 123-149.
- BERGER, A.N., KICK, T. & SHAECK, K. (2014): "Executive board composition and bank risk taking", *Journal of Corporate Finance*, 28, 48-65.
- BHAGAT, S. & BOLTON, B. (2008): "Corporate governance and firm performance", *Journal of Corporate Finance*, 14(3), 257-273.
- BLAIR, M.M. (1995): *Ownership and control: Rethinking corporate governance for the twenty-first century*, Brookings Institution Press, Washington.
- BLAU, P.M. (1977): *Inequality and Heterogeneity*, Free Press, Nueva York.
- BLUNDELL, R. & BOND, S. (1998): "Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models", *Journal of Econometrics*, 87(1), 115-143.
- BØHREN, Ø. & STRØM, R.Ø. (2010): "Governance and politics: Regulating independence and diversity in the board room", *Journal of Business Finance and Accounting*, 37(9-10), 1281-1308.
- BORGHANS, L., GOLSTEN, B., HECKMAN, J. & MEIJERS, H. (2009): "Gender differences in risk aversion and ambiguity aversion", *Journal of the European Economic Association*, 7(2-3), 649-658.
- BROWN, M. & WHYSALL, P. (2010): "Performance, reputation, and social responsibility in the UK's financial services: A post-'credit crunch' interpretation", *The Service Industries Journal*, 30(12), 1991-2006.

- BYGREN, M. & GÄHLER, M. (2012): "Family formation and men's and women's attainment of workplace authority", *Social Forces*, 90(3), 795-816.
- BYRNES, J.P., MILLER, D.C. & SCHAFER, W.D. (1999): "Gender differences in risk taking: A meta-analysis", *Psychological Bulletin*, 125(3), 367-383.
- CAMPBELL, K. & MÍNGUEZ-VERA, A. (2008): "Gender diversity in the boardroom and firm financial performance", *Journal of Business Ethics*, 83(3), 435-451.
- CARTER, D.A., D'SOUZA, F., SIMKINS, B.J. & SIMPSON, W.G. (2010): "The gender and ethnic diversity of US boards and board committees and firm financial performance", *Corporate Governance: An International Review*, 18(5), 396-414.
- CARTER, D.A., SIMKINS, B.J. & SIMPSON, W.G. (2003): "Corporate governance, board diversity, and firm value", *The Financial Review*, 38(1), 33-53.
- CARTER, S. & SHAW, E. (2006): *Women's business ownership: Recent research and policy developments*, DTI Small Business Service Research Report, London.
- CHAKRABARTY, S. & BASS, A.E. (2014): "Corporate governance in microfinance institutions: Board composition and the ability to face institutional voids", *Corporate Governance: An International Review*, 22(5), 367-386.
- CHAVES, R. & SOLER, F. (2004): *El gobierno de las cooperativas de crédito en España*, CIRIEC-España editorial.
- COLEMAN, S. & COHN, R. (2000): "Small firm use of financial leverage: Evidence from 1993 national survey of small business finance", *Journal of Business Entrepreneurship*, 12(3), 81-98.
- COLLERETTE, P. & AUBRY, P. (1990): "Socio-economic evolution of women business owners in quebec", *Journal of Business Ethics*, 9(4-5), 417-422.
- COMISIÓN EUROPEA (2016): *Strategic Engagement for Gender Equality 2016-2019*, Recuperado de: http://ec.europa.eu/justice/gender-equality/document/files/strategic_engagement_en.pdf [01-04-2016].
- CONNELLY, J.T., LIMPAPHAYOM, P. & NAGARAJAN, N.J. (2012): "Form versus substance: The effect of ownership structure and corporate governance on firm value in Thailand", *Journal of Banking and Finance*, 36(6), 1722-1743.
- DOUMPOS, M. & ZOPOUNIDIS, C. (2010): "A multicriteria decision support system for bank rating", *Decision Support Systems*, 50(1), 55-63.
- DOWELL, G.W.S., SHACKELL, M.B. & STUART, N.V. (2011): "Boards, CEOs, and surviving a financial crisis: Evidence from the internet shakeout", *Strategic Management Journal*, 32(10), 1025-1045.
- DU RIETZ, A. & HENREKSON, M. (2000): "Testing the female underperformance hypothesis", *Small Business Economics*, 14(1), 1-10.

- ECHEBARRIA, C. & LARRAÑAGA, M. (2004): "La igualdad entre mujeres y hombres: Una asignatura pendiente", *CIRIEC-España, Revista De Economía Pública, Social y Cooperativa*, 50, 11-35.
- ELIO, E. (2006): "Responsabilidad social en las cooperativas: Igualdad de oportunidades entre hombres y mujeres", *Revista Vasca de Economía Social*, 2, 35-71.
- ENGELN, P.J., VAN DEN BERG, A. & VAN DER LAAN, G. (2012): "Board diversity as a shield during the financial crisis". In: *Corporate Governance, Recent Developments and New Trends*, 259-285, Springer-Verlag, Berlin Heidelberg.
- ERHARD, N.L., WERBEL, J.D. & SHRADER, C.B. (2003): "Board of director diversity and firm financial performance", *Corporate Governance: An International Review*, 11(2), 102-111.
- ESTEBAN, M.L. (2013): "¿Son las cooperativas más favorables a la presencia de mujeres en los consejos que otras entidades?", *REVESCO, Revista de Estudios Cooperativos*, 110, 96-128.
- ESTEBAN, M.L., GARGALLO, A. & PÉREZ, F.J. (2010): "Composición del consejo rector y género en las cooperativas turolenses", *REVESCO, Revista De Estudios Cooperativos*, 101, 7-27.
- ESTEBAN, M.L., GARGALLO, A. & PÉREZ, F.J. (2016): "¿Presentan las cooperativas contextos favorables para la igualdad de género?: Especial referencia a la provincia de Teruel", *CIRIEC-España, Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa*, 88, 61-92.
- FACCIO, M., MARCHICA, M.T. & MURA, R. (2012): "CEO gender, corporate risk-taking, and the efficiency of capital allocation", *Journal of Corporate Governance, Article in press*.
- FARRELL, K.A. & HERSCH, P.L. (2005): "Additions to corporate boards: The effect of gender", *Journal of Corporate Finance*, 11(1-2), 85-106.
- FERNÁNDEZ, A. (2000): "Investigación sobre mujeres y cooperativismo en la comunidad de Madrid", *Cuadernos Mujer y Cooperativismo*, 2, 26-27.
- FREGIDOU, M. (2004): "¿Es necesario equilibrar el poder en las cooperativas entre mujeres y hombres?", *CIRIEC-España, Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa*, 50, 151-163.
- GARCÍA-MECA, E., GARCÍA-SÁNCHEZ, I.M. & MARTÍNEZ-FERRERO, J. (2015): "Board diversity and its effects on bank performance: An international analysis", *Journal of Banking and Finance*, 53, 202-214.
- GARCÍA, F., GUIJARRO, F. & MOYA, I. (2010): "Ranking spanish savings banks: A multicriteria approach", *Mathematical and Computer Modelling*, 52(7-8), 1058-1065.
- GIROUD, X., MUELLER, H.M., STOMPER, A. & WESTERKAMP, A. (2012): "Snow and leverage", *Review of Financial Studies*, 25(3), 680-710.
- GORDINI, N. & RANCATI, E. (2017): "Gender diversity in the Italian boardroom and firm financial performance", *Management Research Review*, 40(1), 75-94.
- GÓMEZ, L. (1998): "Women in co-operatives: The policy of the international cooperative alliance", *Journal of Co-Operative Studies*, 31, 2.

- GREGORY-SMITH, I., MAIN, B.G.M. & O'REILLY, C.A. (2014): "Appointments, pay and performance in UK boardrooms by gender", *Economic Journal*, 124(574), F109-F128.
- GULAMHUSSEN, M.A. & SANTA, S.F. (2015): "Female directors in bank boardrooms and their influence on performance and risk-taking", *Global Finance Journal*, 28, 10-23.
- GUTIÉRREZ-FERNÁNDEZ, M., PALOMO-ZURDO, R.J. & ROMERO-CUADRADO, M. (2012): "La expansión territorial como factor motivador de la reestructuración del sistema financiero español: el caso de las cajas de ahorros y las cooperativas de crédito", *REVESCO, Revista de Estudios Cooperativos*, 107, 7-34.
- HERBST, P. & PRÜFER, J. (2016): "Firms, nonprofits, and cooperatives: A theory of organizational choice", *Annals of Public and Cooperative Economics*, 87(3), 315-343.
- HERNÁNDEZ-NICOLÁS, C.M., MARTÍN-UGEDO, J.F. & MÍNGUEZ-VERA, A. (2016): "La influencia del género en la dirección de las sociedades cooperativas españolas sobre la rentabilidad y el endeudamiento: Un análisis empírico", *REVESCO, Revista de Estudios Cooperativos*, 122, 135-164.
- HILLMAN, A.J., CANELLA JR., A.A. & HARRIS, I.C. (2002): "Women and racial minorities in the boardroom: How do directors differ?", *Journal of Management*, 28(6), 747-763.
- HUANG, J. & KISGEN, D.J. (2013): "Gender and corporate finance: Are male executives overconfident relative to female executives?", *Journal of Financial Economics*, 108(3), 822-839.
- HUSE, M., NIELSEN, S.T. & HAGEN, I.M. (2009): "Women and employee-elected board members, and their contributions to board control tasks", *Journal of Business Ethics*, 89(4), 581-597.
- HUTCHINSON, M., MACK, J. & PLASTOW, K. (2014): "Who selects the 'right' directors? An examination of the association between board selection, gender diversity and outcomes", *Accounting and Finance*, 55(4), 1071-1103.
- ICA (2015): *Co-operative Identity, Values & Principles*, International Cooperative Alliance. Recuperado de: <http://ica.coop/es/node/1625> [01-12-2015].
- INE (2016): Instituto Nacional de Estadística, Recuperado de: <http://www.ine.es/inebmenu/indice.htm> [01-02-2016].
- JACKLING, B. & JOHL, S. (2009): "Board structure and firm performance: Evidence from India's top companies", *Corporate Governance*, 17(4), 492-509.
- JEHN, K.A. & BEZRUKOVA, K. (2004): "A field study of group diversity, group context, and performance", *Journal of Organizational Behavior*, 25(6), 1-27.
- JIANAKOPOLOS, N.A. & BERNASEK, A. (1998): "Are women more risk averse?", *Economic Inquiry*, 36(4), 620-630.
- KILIÇ, M., KILIÇ, M., KUZEY, C. & KUZEY, C. (2016). "The effect of board gender diversity on firm performance: evidence from Turkey", *Gender in Management: An International Journal*, 31(7), 434-455.

- KOCHAN, T., BEZRUKOVA, K., ELY, R., JACKSON, S., JOSHI, A., JEHN, K., LEONARD, J., LEVINE, D. & THOMAS, D. (2003): "The effects of diversity on business performance: Report of the diversity research network", *Human Resource Management*, 42(1), 3-21.
- KRISHNAN, H.A. & PARK, D. (2005): "A few good women - on top management teams", *Journal of Business Research*, 58(12), 1712-1720.
- KRISTIE, J. (2011): "The power of three", *Dir. Boards*, 35(5), 22-32.
- LANG, L., OFEK, E. & STULZ, R.M. (1996): "Leverage, investment, and firm growth", *Journal of Financial Economics*, 40(1), 3-29.
- LEY ORGÁNICA 3/2007, de 22 de marzo, para la igualdad efectiva de mujeres y hombres, BOE N.71, de 23 de marzo, 12.611-12.645.
- LIU, Y., WEI, Z. & XIE, F. (2014): "Do women directors improve firm performance in China?", *Journal of Corporate Finance*, 28, 169-184.
- MARGARITIS, D. & PSILLAKI, M. (2010): "Capital structure, equity ownership and firm performance", *Journal of Banking and Finance*, 34(3), 621-632.
- MATEOS, R., ITURRIOZ, J. & GIMENO, R. (2009): "La participación financiera y el papel de la mujer en la toma de decisiones de las sociedades cooperativas: Los consejos de administración", *Revista Europea de Dirección y Economía de la empresa*, 18(3), 65-82.
- MATEOS, R., GIMENO, R. & ESCOT, L. (2010): "Discriminación en consejos de administración: Análisis e implicaciones económicas", *Revista de Economía Aplicada*, 18(53), 131-162.
- MATEOS, R., GIMENO, R. & NIETO, M.J. (2012): "Gender diversity on European banks' boards of directors", *Journal of Business Ethics*, 109(2), 145-162.
- MEDLAND, D. (2004): *Small steps for womankind*, Corporate Board Member Europe, Winter.
- MILLIKEN, F.J. & MARTINS, L.L. (1996): "Searching for common threads: Understanding the multiple effects of diversity in organizational groups", *Academy of Management Review*, 21(2), 402-433.
- MORRISON, A.M., WHITE, R.P. & VAN VELSOR, E. (1987): *Breaking the glass ceiling*, Addison-Wesley, New York.
- NGUYEN, T., LOCKE, S. & REDDY, K. (2015): "Does boardroom gender diversity matter? Evidence from a transitional economy", *International Review of Economics and Finance*, 37, 184-202.
- NIELSEN, S. & HUSE, M. (2010): "The contribution of women on boards of directors: Going beyond the surface", *Corporate Governance: An International Review*, 18(2), 136-148.
- OLSEN, R. & COX, C. (2001): "The influence of gender on the perception and response to investment risk: The case of professional investors", *Journal of Psychology and Financial Markets*, 2(1), 29-36.
- ORSER, B., RIDING, A. & MANLEY, K. (2006): "Women entrepreneurs and financial capital", *Entrepreneurship Theory and Practice*, 30(5), 643-665.

- OWEN, A.L. & TEMESVARY, J. (2016): "The Performance Effects of Gender Diversity on Bank Boards", Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=2893189> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2893189> [27-12-2016].
- PALOMO, R.J. & SANCHIS, J.R. (2010): "Efectos de las fusiones sobre la concentración y la eficiencia bancaria: El caso de las cajas rurales y los retos de la crisis financiera", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 146, 291-321.
- PATHAN, S. & FAFF, R. (2013): "Does board structure in banks really affect their performance?", *Journal of Banking & Finance*, 37(5), 1573-1589.
- POWELL, G.N. & BUTTERFIELD, D.A. (1994): "Investigating the "glass ceiling" phenomenon: An empirical study of actual promotions to top management", *Academy of Management Journal*, 37(1), 68-86.
- REGUERA-ALVARADO, N., DE FUENTES, P. & LAFFARGA, J. (2015): "Does board gender diversity influence financial performance? Evidence from Spain", *Journal of Business Ethics*, article in press.
- RIBAS, M.A. (2006): "Mujeres y cooperativismo en la comunidad autónoma del país vasco", *Revista Vasca de Economía Social*, 2, 153-175.
- RIBAS, M.A. & SAJARDO, A. (2005): "La diferente participación de las mujeres entre las cooperativas y las sociedades laborales", *CIRIEC-España, Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa*, 52, 273.
- ROODMAN, D. (2009): "How to doxtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata", *Stata Journal*, 9(1), 86-136.
- ROPER, S. & SCOTT, J. (2009): "Perceived financial barriers and the start-up decision", *International Small Business Journal*, 27(2), 149-171.
- ROSE, C. (2007): "Does female board representation influence firm performance? The Danish evidence", *Corporate Governance: An International Review*, 15(2), 404-413.
- RUIGROK, W., PECK, S. & TACHEVA, S. (2007): "Nationality and gender diversity on Swiss corporate boards", *Corporate Governance: An International Review*, 15(4), 546-557.
- RYAN, M.K. & HASLAM, S.A. (2005): "The glass cliff: Evidence that women are over represented in precarious leadership positions", *British Journal of Management*, 16(2), 81-90.
- RYAN, M.K. & HASLAM, S.A. (2007): "The glass cliff: Exploring the dynamics surrounding the appointment of women to precarious leadership positions", *Academy of Management Review*, 32(2), 549-572.
- RYAN, M.K., HASLAM, S.A., MORGEROTH, T., RINK, F., STOKER, J. & PETERS, K. (2016): "Getting on top of the glass cliff: reviewing a decade of evidence, explanations and impact", *The Leadership Quarterly*, 27(3), 446-455.
- SANCHIS-PALACIO, J.R., CAMPOS-CLIMENT, V. & MOHEDANO-SUANES, A. (2015): "Key factors in cooperatives creation and development. Empirical study applied to valencian lands. [Factores clave en la creación y desarrollo de cooperativas. Estudio empírico aplicado a la Comunidad Valenciana]", *REVESCO, Revista de Estudios Cooperativos*, 119, 183-207.

- SAPIENZA, P., ZINGALES, L. & MAESTRIPIERI, D. (2009): "Gender differences in financial risk aversion and career choices are affected by testosterone", *Proceedings of the National Academy of Sciences*, 106(36), 15268-15273.
- SHRADER, C.B., BLACKBURN, V.B. & ILES, P. (1997): "Women in management and firm financial performance: An exploratory study", *Journal of Managerial Issues*, 9(3), 355-372.
- SMITH, N., SMITH, V. & VERNER, M. (2006): "Do women in top management affect firm performance? A panel study of 2,500 danish firms", *International Journal of Productivity and Performance Management*, 55(7), 569-593.
- SPENCER STUART (2015): *Spencer Stuart index of board of directors*, Spencer Stuart, Madrid.
- STRØM, R.T., D'ESPALLIER, B. & MERSLAND, R. (2014): "Female leadership, performance, and governance in microfinance institutions", *Journal of Banking and Finance*, 42(1), 60-75.
- TERJESEN, S., SEALY, R. & SINGH, V. (2009): "Women directors on corporate boards: A review and research agenda", *Corporate Governance*, 17(3), 320-337.
- UNACC (2000-2014): *Anuario estadístico de las Cooperativas de Crédito*, Unión Nacional de Cooperativas de Crédito. Recuperado de: <http://www.unacc.com/inicio/Publicaciones/Anuario.aspx>.
- VARGAS, C. (2015): "Situation and prospects for credit cooperativism in Spain in view of the future and uncertain reform of its legal system. [Situación y perspectivas del cooperativismo de crédito en España ante la futura e incierta reforma de su régimen legal]", *Boletín de la Asociación Internacional De Derecho Cooperativo*, 49, 115-135.
- VELEVA, V. (2005): *Gender diversity and financial performance*, Citizens Advisers Inc, URL http://www.citizensfunds.org/common/pdfs/Gender_Diversity_Paper_1105.pdf
- VERHEUL, I. & THURIK, R. (2001): "Start-up capital: Does gender matter?", *Small Business Economics*, 16(4), 329-346.
- VITHESSONTHI, C. & TONGURAI, J. (2015): "The effect of leverage on performance: Domestically-oriented versus internationally-oriented firms", *Research in International Business and Finance*, 34, 265-280.
- WALBY, S. (2007): "Complexity theory, systems theory, and multiple intersecting social inequalities", *Philosophy of the Social Sciences*, 37(4), 449-470.
- WINTOKI, M.B., LINCK, J.S. & NETTER, J.M. (2012): "Endogeneity and the dynamics of internal corporate governance", *Journal of Financial Economics*, 105(3), 581-606.
- YERMACK, D. (1996): "Higher market valuation of companies with a small board of directors", *Journal of Financial Economics*, 40(2), 185-211.
- YUKI, G.A. (2002) *Leadership in organizations*, Prentice Hall Upper Saddle River, New Jersey.
- ZELECHOWSKI, D.D. & BILIMORIA, D. (2004): "Characteristics of women and men corporate inside directors in the US", *Corporate Governance: An International Review*, 12(3), 337-342.